

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO みずほ銀行

中期為替相場見通し

2024 年 8 月 30 日

みずほ銀行
金融市場部・市場営業部

目次

【見通しの概要】	P.2
----------	-----

◆ ドル/円相場の見通し～降って湧いた円キャリー騒動の見方～

円相場の現状と展望～想定された持ち高調整～	P.3
米金融政策の現状と展望について～労働市場への認識が気になり～	P.7
購買力平価から評価する円相場～財 PPP vs. サービス PPP～	P.9
円相場の需給環境について～改善した 2024 年上半期～	P.12
メインシナリオへのリスク点検～円ロングは増え続けるのか？～	P.16

◆ ユーロ相場の見通し～解消される人手不足、下がり始めた賃金～

ユーロ圏金融政策の現状と展望について～やはり下がり始めた賃金～	P.18
ユーロ圏経済の現状と展望～人手不足から需要不足～	P.19

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

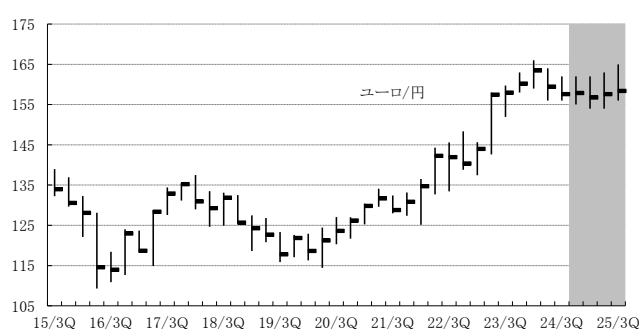
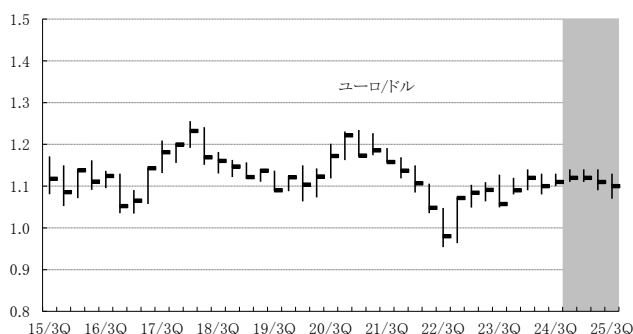
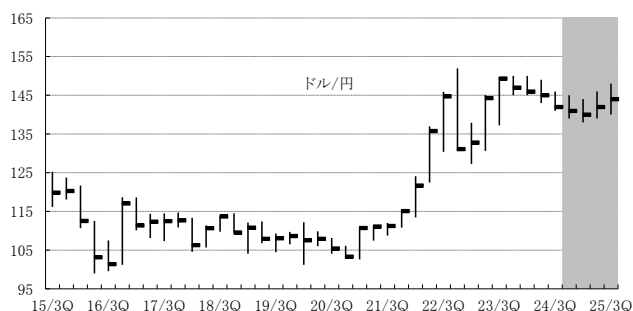
8月のドル/円相場は続落した。従前膨れ上がっていた円ショートポジションの巻き戻しやキャッシュフロー(CF)ベース經常収支が映す顕著な需給改善があったところへ、日米両中銀の対照的な政策姿勢も加わっており、方向感として円高へ振れる展開は必然の帰結である。本欄では元より7～9月期の「押し目」を期待していた。しかし、FRBのハト派傾斜が想定より遅延したことや日銀の追加利上げ期待も依然熾んでいること、トランプ再選によるリフレトレードの確度も怪しくなっていることなども踏まえれば、10～12月期から1～3月期にかけて投機的な円ロングが幅を利かせ、値幅を伴った円高相場は警戒せざるを得ない。もっとも、円キャリー取引の生成と崩壊、これに伴う超円高相場が到来した2005年から2012年にかけてのような展開に至る可能性は高くない。經常収支構造を踏まえれば、当時と現在では国としての発展段階が異なり、もはや円買い需要の観点から「別の通貨」である。「別の通貨」なのだから、当然、金融政策運営の格差、端的には内外金利差に対する反応も変わってくるというのが筆者の立場だ。日本は貿易赤字国となってから米国の利下げを経験したことが殆どない。同じ円高でも大きなボラティリティを伴った当時と比べれば穏当な値幅での円高になると筆者は予想している。過去2年半の巻き戻しが半分程度進むという目線に立てば135～140円程度の取引はあり得るが、その定着は容易ではない。

片や、8月のユーロ相場は続伸した。FRBに対するハト派的な見方が急速に強まっていることが相対的にユーロ相場を浮上させているが、当のECBも9月以降の利下げがほぼ確実視されている。予測期間全体を通じて、欧米金利差が顕著に変化することは想定されず、ユーロの対ドル相場も方向感に乏しい時間帯が続くだろう。8月に確認されたユーロ圏4～6月期の妥結賃金は失速感が鮮明であり、7月会合でECBが予見した通りの事態となっている。また、域内で問題視されてきた人手不足に対する懸念は需要不足に対する懸念へと変わりつつあり、ヘッドラインのインフレ率が落ち着くのに伴って年内2回程度の利下げが実施されることは既定路線と見て良いだろう。もっとも、こうした政策金利の軌道はFRBと大差ないため、ユーロ相場へ与える影響は限定的とならざるを得ない。なお、年末年始を境として賃金の鈍化傾向が底打ちしそうなことや、世界の最大の貿易黒字に裏打ちされた域内の需給環境は依然として頑健であることを踏まえれば、ユーロ相場の大崩れを想定するのも難しい情勢である。予測期間中は1.10～1.15を主戦場とする展開をメインシナリオとしておきたいところ。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2024年 1～8月(実績)	9月	10～12月期	2025年 1～3月期	4～6月期	7～9月期
ドル/円	140.80 ～ 161.96 (144.72)	141 ～ 146 (142)	139 ～ 145 (141)	138 ～ 144 (140)	139 ～ 146 (142)	140 ～ 148 (144)
ユーロ/ドル	1.0601 ～ 1.1201 (1.1081)	1.10 ～ 1.13 (1.11)	1.11 ～ 1.14 (1.12)	1.11 ～ 1.14 (1.12)	1.09 ～ 1.14 (1.11)	1.07 ～ 1.13 (1.10)
ユーロ/円	154.44 ～ 175.42 (160.36)	156 ～ 162 (158)	155 ～ 162 (158)	154 ～ 162 (157)	154 ～ 163 (158)	156 ～ 165 (158)

(注) 1. 実績の欄は8月30日までで、カッコ内8月30日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。



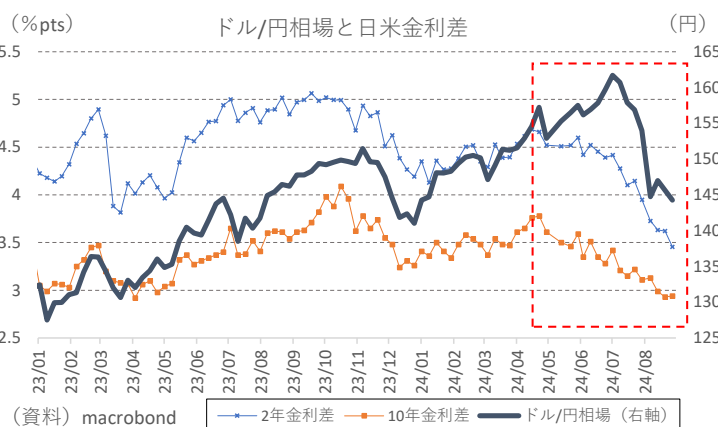
◆ ドル/円相場の見通し～降って湧いた円キャリー騒動の見方～

《円相場の現状と展望～想定された持ち高調整～》

突然現れた「円キャリー取引・円安バブル」説

7 月末から 8 月初頭の本邦金融市場は日銀のわずか+15bp の利上げを契機として歴史的に残る大荒れの様相を呈した。まず、この混乱とそれに対する巷説に関し、筆者なりの所感を示しておきたい。金融市場では、今回の大混乱、特に急速な円高について「円キャリー取引を背景とする円安バブルが崩壊した」という解説が支配的になっていた。しかし、これについて筆者は小さくない違和感を覚えている。「円キャリー取引を背景とする円安バブル」というのは具体的には「低金利の円を起点として世界の資産価格が支えられていた」という趣旨だが、今回の大混乱があつてから急に目にするようになった印象が強い。

確かに、日本株については「円安ゆえに押し上げられている」という争点はかなり指摘されてきた部分であり、特に 4 月以降の円安は日米金利差から大きく乖離した局面であった。それゆえに、かなり危うさを帯びていたのは事実である。日銀の利上げを契機として、その乖離を埋めるように円高が進み、日本株も調整を強いられているという説は相応に納得感がある(図)。しかしながら、米国を筆頭として欧米株価の行



方も円金利、具体的には日銀の政策運営に委ねられていたという解説は寡聞にして知らない。このような解説はただの後講釈で、7 月末から 8 月初頭に関して言えば、米 7 月雇用統計の強烈な悪化を受けて「米国株もたまたま同じ時期に調整を強いられた」という方が腑に落ちる。もちろん、円キャリー取引を起点とするフローは一因であったのかもしれないが、それを主因のように語るのはやや違和感がある。

特に賛同できないのが 8 月 2 日や 5 日に株式市場が崩壊してから「600 兆円の円キャリー取引が円安と世界の株高を引き起こしていた」という解説が突発的に増えたことだ。しかし、それほど巨大な数字（600 兆円）を年初来の円安局面にまつわる解説で見たことがあるだろうか。少なくとも筆者は無い。なぜ、それほど単純な理由で円安が起きていたのならば、誰も指摘しなかったのか。なぜ、国際収支構造の変容や新 NISA にまつわる「家計の円売り」がこれほど為替市場で注目されてきたのか。ひとえに、それ以外に持ち出せる説がさほど多くなかったからではないのか。もちろん、円キャリー取引（≡日米金利差）は円安の一因であつたに違いない。しかし、今回の日銀利上げを極度に嫌気する機運の中、必要以上にその威力が強調されている恐れはある。過去の本欄でも常々指摘しているように、金利差にまつわる取引は方向感に影響を与えるため、円キャリー取引の拡大と縮小は相場変動に当然影響があつて然るべきである。しかし、現時点でその説に過度に傾斜することにも慎重でありたい。

円キャリー取引の定義が曖昧

そもそも円キャリー取引という取引戦略は定義が曖昧だ。よって筆者はその言葉の使用を極力避けるようにしている。煎じ詰めれば「低金利通貨を借りて、高金利通貨に投資し、安定的に金利差を得る取引」ということになるのだろうが、その定義に従えば外貨普通預金も円キャリー取引になる。歴史的な話を

すれば「円キャリー取引を背景とする円安バブル」は 2005～07 年に注目された相場現象であり、2007 年 8 月のパリバショック、2008 年 9 月のリーマンショックを経て巻き戻しが始まり、その後の超円高局面に繋がっていった。この時も「円キャリー取引の規模感」は各所で様々な試算が講じられたが、実際、精緻な数字を出すことは難しかった。当時、筆者も外為証拠金取引（くりつく 365）などからイメージされる円売り、IMM 通貨先物取引における円ショート、国際決済銀行（BIS）で確認できる円建て国債と信統計などを積み上げることで疑似的に円キャリー取引の規模を推計していたが、結局、さほど高い精度は得られないという結論に達した。8 月初頭から市場でよく目にする 600 兆円の真偽は定かではないものの、やはりそれほど巨額の数字で、しかも確固たる裏付けがあるならば、事前にもっと話題になっていたのではないかと。こうした投機的取引にまつわる論点は日頃引用しているように、IMM 通貨先物取引における円にまつわるネットポジションを代理変数として着目すれば十分というのが筆者の認識だ。後述するように、8 月 13 日時点では既に円のネットポジションはショートからロングに転じ、20 日時点ではさらにその積み上がりが確認されている。

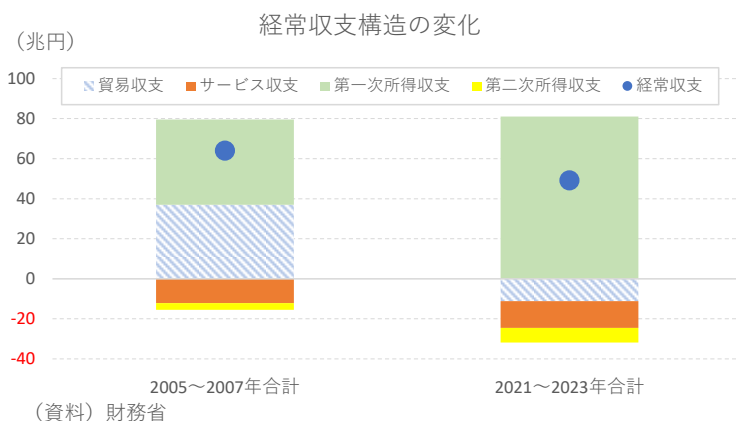
だが、東日本大震災後の超円高を引き起こしたと言われた「損保のレパトリ」も後日、財務省統計を通じて存在しなかったことが明らかになったように、真偽は別にして、相場の熱狂時は「皆がそう思えばそうなる」というのが金融市場でもある。百歩譲って「円キャリー取引を背景とする円安バブル」はあったということにしておこう。そうだとすると特に想定外ということはない。筆者は常に「現状で円が買われる理由は『売られ過ぎたから』くらいしかない」と述べてきた。その震度はさておき、円キャリー取引の巻き戻しというのは「売られ過ぎたから」の結果そのものである。本当に日本が気にすべき問題はキャリー取引に象徴される投機的なポジションの巻き戻しが完了し、ポジションが完全に中立化した時の水準をどう考えるかだ。その時、円を買う理由は果たして残されているのか。本稿執筆時点では「やや円ロングに転じて 140 円台」という水準にあるわけだが、そうした円安水準の膠着こそ問題と考える。

05-07 年との違いを考えるべき

水準を考察するには需給分析が必要になる。2005 年から 2007 年にかけてキャリー取引の生成と崩壊が指摘されていた頃、借りられる側の低金利通貨（以下調達通貨）の代表格が円とスイスフランであり、ドルですら豪ドルや NZ ドルをターゲット通貨とする調達通貨と呼ばれている時代だった。その中でも円は低金利の安定が見込まれたゆえ、調達通貨としては大人気だったわけだが、同時に世界有数の貿易黒字大国の通貨でもあった。よって、仮にドルを筆頭とする海外金利が引き下げられるようなことがあれば、一気に円高に行くのではないかという懸念は常にあり、実際にそうなった。

具体的には 2008 年から 2012 年に至るまでの 5 年弱、日本経済は超円高に苦しめられ、その為替に対する怨嗟がアベノミクス下での異次元緩和として結実したという見方もある。この 2005 年から 2007 年にかけては「世界有数の貿易黒字大国の通貨」であったという事実は当時と現在の日本を比較検討する上での最大の相違である。当時は「掘って立つ自国通貨買いの需給が存在した」のである。2005 年から 2007 年にかけての日本では薄型テレビに象徴されるような民生家電の世界向け輸出が好調であり、経常黒字における貿易黒字の存在感もかなり大きかった。当時はまた、円安が輸出増を通じて生産・所得・消費の好循環に繋がるというチャンネルが生きていたのである。

具体的に数字を見てみよう。2005 年から 2007 年にかけての 3 年間累積で見ると、経常収支が約+64.0 兆円で、そのうち貿易収支が約+37.0 兆円、サービス収支が約▲12.2 兆円、第一次所得収支が約+42.6 兆円、第二次所得収支が約▲3.4 兆円であった。貿易でも投資でも外貨を稼ぐ「未成熟な債権国」である。これに対し、2021 年から 2023 年にかけての 3 年累積の数字を見ると、経常収支が約+49.1 兆円で、その



うち貿易収支が約▲11.2 兆円、サービス収支が約▲13.3 兆円、第一次所得収支が約+81.0 兆円、第二次所得収支が約▲7.4 兆円であった。貿易では稼げず、投資で外貨を稼ぐ「成熟した債権国」である (図)。

今回は円安・資産価格バブル

双方の時代とも経常黒字大国には違いないが、第一次所得収支黒字の過半は円買いとなって還流することはせず、証券投資収益や再投資収益という名目で外貨のまま国外に滞留している疑いが強い。本欄で繰り返し議論してきた通りだ。一方で、貿易収支の黒字や赤字は確かなアウトライト (売り切り・買い切りの) 取引として為替市場に現れる。分かりやすく言えば、そもそも実需環境として円高に振れるだけの貿易黒字を抱えることができていたのが 2005 年から 2007 年である。言い換えれば、円安に呼応して輸出を増やすだけのパワーがまだ日本経済にあったのが 2005 年から 2007 年という時代だった。

そうした状況を指して円安バブルというフレーズが使われたことも多少は頷ける部分もあったと言えるだろう。実際、当時の日本経済は、過去最長であった「いざなぎ景気」と呼ばれた景気拡大局面 (57 か月間: 1965 年 10 月～1970 年 7 月) を超え、戦後最長の景気拡大局面「いざなみ景気」(73 か月間: 2002 年 1 月～2008 年 2 月) の最中にあると認定されている (これについても様々な議論はあるが、一応、公式にはそういうことになっている)。少なくとも現在と比較すれば、当時は円安が輸出を基点として実体経済に恩恵をもたらしていることが可視化されやすい面はあった。

片や、まさに今、2021 年から 2023 年についても円安バブルだったという評価が今、取りざたされているわけだが、日本経済の好調を指摘する向きは乏しい。むしろ円安由来のスタグフレーションを懸念する始末であり、2005 年から 2007 年にあった円安歓迎ムードは皆無である。強いて円安バブルがあったとすれば、それは株式市場や不動産市場を筆頭とする資産価格の話であり、実体経済は円安経由の物価高で逆に苦しんでいる実情がある。円安・資産価格バブルというフレーズの方が腑に落ちる人々が多いのではないだろうか。

つまり、もはや「別の通貨」

このように 2005 年から 2007 年と現在では国としての発展段階が変わっており、両時代における通貨はもはや「別の通貨」と表現しても差し支えない。「別の通貨」なのだから、当然、金融政策運営の格差、端的には内外金利差に対する反応も変わってくるというのが筆者の立場である。日本は貿易赤字国となってから米国の利下げを経験したことが殆ど無い。貿易黒字大国だった当時と貿易赤字が定着した現在

では、円にまつわる需給環境があまりにも違い過ぎる。当時は貿易・投資の双方で外貨を稼ぐ「未成熟な債務国」であったのに対し、現在は投資だけで外貨を稼ぐ「成熟した債権国」である。こうした前提に立てば、金融政策格差、端的には内外金利差に対する反応も変わって当然である。

図がイメージ作りの一助となるだろう。例えば 2005 年から 2007 年は FRB（を筆頭とする海外中銀）が利上げ局面にある一方、日銀はゼロ金利で安定が見込まれていたことから円キャリー取引が流行した。しかし、この時代の日本は巨額の貿易黒字も抱えており、現在のように円安が社会不安

円相場需給とFRBの政策運営のイメージ

局面	貿易黒字		貿易赤字	
	①	②	③	④
FRBの方向	引き締め	緩和	引き締め	緩和
投機取引	円売り	円買い	円売り	円買い
実需取引	円買い	円買い	円売り	円売り

（資料）筆者作成

05～07年

07～12年

22～23年

24年～

に繋がるような雰囲気は無かった。それどころか円安は輸出増を起点とする景気の好循環（生産増→所得増→消費増）に繋がるため歓迎すべき相場現象として受け入れられていた時代である。こうした中、当時においては「円安バブル」というフレーズは、たとえ株式市場に参加していない人々でもそれなりに実感できる状況にはあったと言える。これが図表で言えば①の局面だ。

しかし、その後は 2007 年 8 月のパリバショック、2008 年 9 月のリーマンショックを契機に円キャリー取引の急激な巻き戻しが発生、猛烈な円高に見舞われた。この際、輸出を景気回復の起点としていた日本経済は強い下押し圧力に直面した。この時代の円高は円キャリー取引の巻き戻しという「投機の円買い」に加え、巨大な貿易黒字を背景とする「実需の円買い」も重なっていたため、投機・実需の両面から強力な円高圧力に発展したというのが筆者の理解である。これが①から②への局面移行であった。ちなみに、この円高局面は 2012 年に 75 円台をつけるまで持続することになり、その後の日本企業の対外直接投資（海外生産移管や海外企業買収など）を加速させたという説は根強い。事実、この時代を境として輸出主導の貿易黒字拡大と円高のサイクルは日本で見られなくなっている。

貿易赤字国として迎える利下げ

これに対し、現在は③から④の局面移行に相当する。既に直面したように、来たる FRB の利下げに合わせて円キャリー取引が巻き戻され、これに伴う円買いが発生する動き自体は防ぎようがない。しかし、今年 1～6 月の貿易赤字は約▲3.5 兆円、単純に年率化すれば約▲7.0 兆円だ。仮にこれが現実化すれば、歴代で上位 5 番目の貿易赤字額になる（図）。ちなみに 2005～07 年の 3 年間について年平均の貿易黒字は約+9.1 兆円だった。FRB の利下げが円高をもたらすのは変動為替相場制の摂理として不可避の展開だとしても、その度合いは貿易黒字国と貿易赤字国では異なるのではないかと。

日本の貿易収支赤字ワースト10とドル/円相場

	貿易収支(兆円)	円の対ドル変化率(前年比)
① 2022年	-20.3	-13.9
② 2014年	-12.8	-13.7
③ 2013年	-11.5	-21.4
④ 2023年	-9.3	-3.3
⑤ 2012年	-6.9	-12.8
⑥ 2015年	-2.8	-0.4
⑦ 1980年	-2.6	15.5
⑧ 2011年	-2.6	5.2
⑨ 2021年	-1.8	-11.5
⑩ 1979年	-1.7	-23.7

（資料）財務省、Bloomberg、※73年以降を対象。

円の対ドル変化率は当該年と前年の年末値を比較(Bloombergを使用)

上述したように、日本は「貿易赤字国として迎えた **FRB の利下げ**」について殆ど経験が無い。強いて言えば、2019 年 7 月末の利下げがこれに該当する。この際、確かに利下げ直後となる同年 8 月には大きな円高が進んだし、より細かく言えば、同年 4 月頃から利下げが織り込まれ円高が始まっていた（図）。しかし、結果的には利下げに着手した 2019 年 7 月末から計 3 回利下げしたもの、2019 年 12 月末の水準は利下げ着手時と同じかやや円安だった。少なくとも前回の利下げ局面

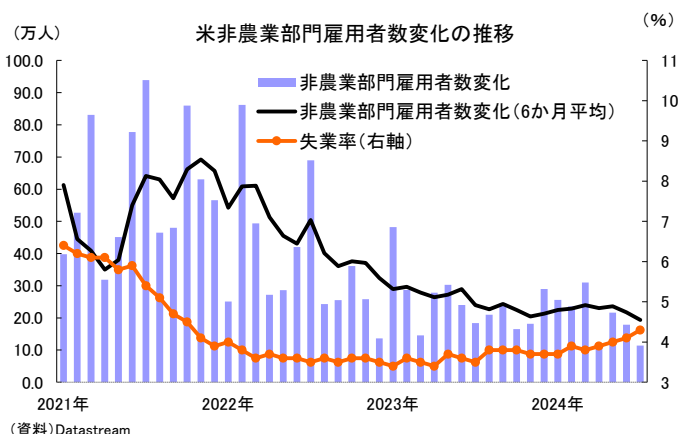
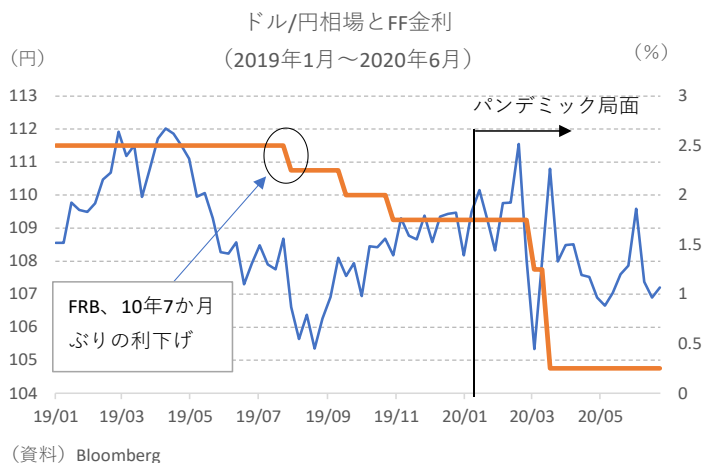
で日本は大きな円高を経験していない。外部環境が違うのであくまで参考だが、円キャリー取引の巻き戻しが超円高を引き起こした 2005 年から 2007 年にかけてのような持続性を伴う深い円高局面を想定するにはあまりにも日本の需給構造は変わってしまっていることは押さえておきたい。

現状、筆者の抱くメインシナリオでは 140 円割れの定着は簡単ではないと考えている。もちろん、どのようなシナリオにもリスクはある。仮にそうした展開があるとすれば、米国経済における何らかの危機的な状況（例えば金融機関の経営不安など）が露わになった時だと考えている。そうであればまとまった幅の利下げはどうしても必要になるし、日米金利差の観点から円高方向への弾みがつくことになる。しかし、8 月初頭に発生した円相場の急伸はあくまでキャリー取引の巻き戻しに伴う想定された値動きと整理したい。円相場の「本当の着地点」はそうした投機的なポジションが去った後に露呈することになる。果たして、投機の買戻しが去った後、円を積極的に買い進める理由が残っているのだろうか。

《米金融政策の現状と展望について～労働市場への認識が気がかり～》

FOMC で発信すべき内容

注目されたジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル FRB 議長の講演は「Review and Outlook」とシンプルなテーマで行われ、「The time has come for policy to adjust」との一節が材料視された。もっとも、政策運営に新しい材料を示したとはいえ、従前織り込まれていた利下げ路線を追認したに過ぎない。上記発言に続けて「the timing and pace of rate cuts will depend on incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks」とも留保条件を付けていることにも表れるように、市場の一部で期待が浮上する▲50bp を約束する言動があったとは言い難い。7 月 31 日の FOMC から現状に至るまで、賃金・物価情勢が激変したとは言えず、その意味では「The time has come for policy to adjust」とまで踏み込むのであれば、FOMC で発信すべきであったように思える。確かに、足許では雇用情勢の悪化が話題となっているものの、均してみれば、その動きは年初から続いている（図）。わざわざ 8 月下旬の

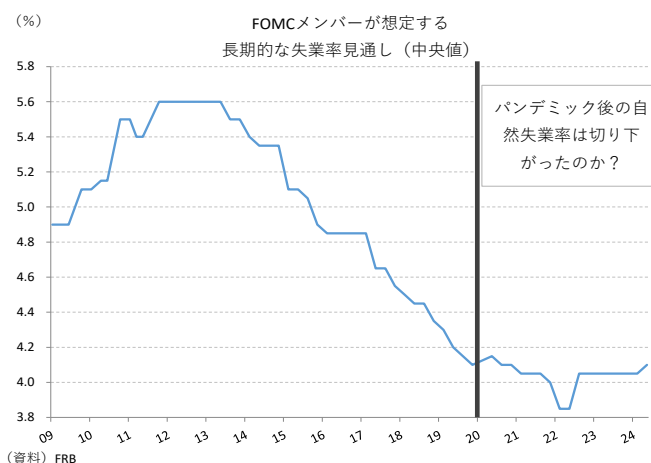


講演機会に合わせる理由は乏しいだろう。そもそも経済・金融情勢にまつわる構造問題を大局的に議論する地方会議であった同シンポジウムが「次の一手」を占うイベントと見られるようになったのは、2010年にバーナンキ前議長が QE2 を示唆した時からである。今回のパウエル発言は来年以降もこのイベントが目先の政策運営を説明する機会として注目される契機になるだろう。後述するように、米国に関して、構造的に議論されるべき論点は他にもあったように思える。

非常に低い失業率を基準にする危うさ

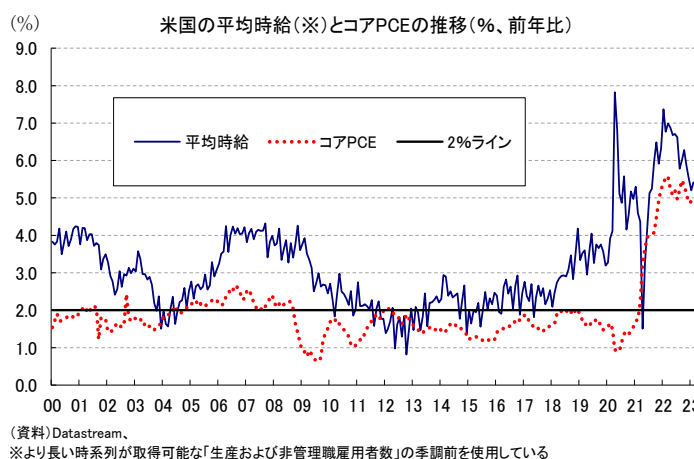
今回、パウエル議長の講演の中で特に目立ったのが、労働市場に対する評価の弱さだ。パウエル議長は労働市場の現状について「cool (冷え込み)」という形容詞を何度も使って説明している。とりわけ注目されたのが「We do not seek or welcome further cooling in labor market conditions」の一節であり、労働市場がこれ以上冷え込むことに関し、許容しないと明言している。これは今後に対して禍根を残す可能性もあるように感じられた。というのも、前月比で大きく悪化が始まったとはいえ、7月時点の失業率は4.3%であり、歴史的に見ればかなり低い。図に示すように、自然失業率と見なされる FRB スタッフ経済見通し (SEP) における長期失業率 (中央値) は6月時点で4.10%だった。これはパンデミック前の直近3年間 (2017~19年) 平均である4.43%、もしくは直近5年間 (2015~19年) 平均である4.63%よりもはつきり低い。この水準を基点として「これ以上の冷え込みは許容しない」が基本認識になってしまふのだとすると、見通せる将来において FRB が緩和路線を強えられる不安はないだろうか。

この点に関し、パウエル議長は完全雇用時の失業率がパンデミック前よりも低くなっている可能性に言及している。具体的には求人数の失業者に対する比率や雇用率がパンデミック前の水準まで落ち着きを見せており、賃金の伸びも鈍化している状況に照らせば、「インフレ率が2%以下にあった2019年よりも労働市場は逼迫していない」との判断をパウエル議長は口にしていく。



話して欲しかった米労働市場の構造変化

現状、確かに賃金ははつきりとピークアウトしており、これが個人消費支出 (PCE) デフレーターを基調的に押し下げるに至っていることを思えば、パウエル議長の弁に表れる FOMC の基本認識は正しそうではある。ちなみに、「最大雇用実現時の失業率がパンデミック前よりも低い」という事実の背景としては、労働供給が細まっていることが挙げられ、さらにその背景としてはパ



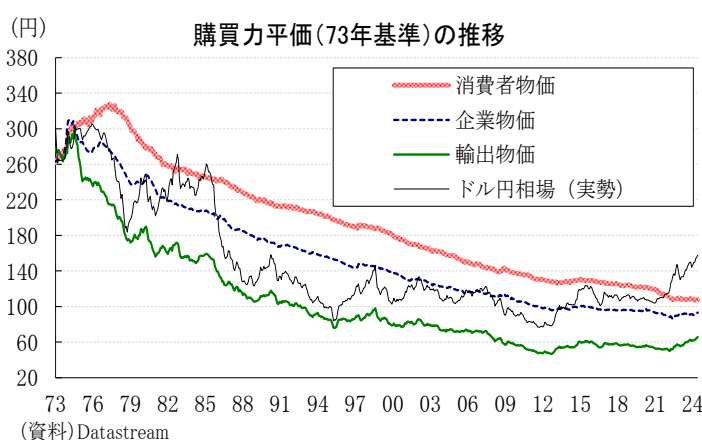
ンデミックを契機として資産価格急騰に直面した高齢者層において早期引退が増えたことや移民制限、価値観の変容などが持ち出されることが多い。

いずれの要因を重視するにせよ、FRB が「最大雇用実現時の失業率がパンデミック前よりも低い」という事実を前提とする限り、当面は利下げが重ねられるとしても、それが過剰に至る懸念は小さいという話になる。とはいえ、労働供給減少の確度に関し、いずれの要因を重視し、その持続可能性をどう見るかについてはコンセンサスがあるとは言えない状況でもある。こうしたパンデックを境とする米労働市場の構造変化は金融政策運営にとっても極めて重要な論点になるはずであり、本来的にはジャクソンホール経済シンポジウムにおいてパウエル議長が正面から取り上げて良い話であったように思える。

《購買力平価から評価する円相場～財 PPP vs. サービス PPP～》

PPP を再考する

ドル/円相場は日米金融政策の対照性、とりわけ米経済の失速懸念を念頭にして 162 円に迫った円安・ドル高相場は一旦ピークアウトしていると言って良い。とはいえ、この際、例によって購買力平価 (PPP) からの乖離に着目し、それが示す円高水準へ引き戻されるとの議論は軽々に賛同できない。その理由に関しては過去の本欄でも執拗に議論しているが、今回はやや違う視点も加えつつ、PPP への収斂が難しいことを再確認してお



きたい。これまで筆者は「PPP 対比で過剰な円安」をもってしても輸出数量が増えなくなった日本では、貿易収支黒字が蓄積しないため、実勢相場が PPP の示唆する円高方向へ収斂するメカニズムが働きにくい点を指摘してきた。国内における製造拠点を失い、輸出パワーを失った日本では、「PPP 対比で過剰な円安」は放置されやすいのである。この点は今も重要だと考える論点である。こうした事実は PPP を財とサービスに分けて比較すれば、より分かりやすい。以下でドル/円相場の PPP を再考し、議論する。

逆バラッサ・サミュエルソン効果

かねて日本では「製造業の国際競争力の強さが円高の原因」と言われてきた。これはバラッサ・サミュエルソン効果（以下 BS 効果）と言われる考え方に沿った解釈である。BS 効果では製造業の生産性上昇率がサービス業のそれに比べて十分に高い経済であれば、当該国の一般物価の水準が海外よりも高くなると考えられる。これらの動きは、生産性の高い製造業の賃金が押し上げられれば、国内の労働移動を通じて、サービス業の賃金も同じくらい押し上げられるという前提に立っている。

一般物価の水準が高くなれば実質為替レートも上昇する。実際、1990 年代半ばまで円の実質実効為替レート (REER) は上昇一辺倒だった (次頁図)。1950 年頃から 1990 年代半ばまでの REER 上昇は BS 効果で説明可能である。その後、1990 年代後半から足許に至るまで、REER は凋落の一途を辿っている。日本の貿易黒字がピーク (約+14 兆円) を迎えたのが 1998 年なので、BS 効果が一巡したのが同時期だったのだと想像がつく。BS 効果に基づき「製造業の国際競争力の強さが円高の原因」という考え方が事

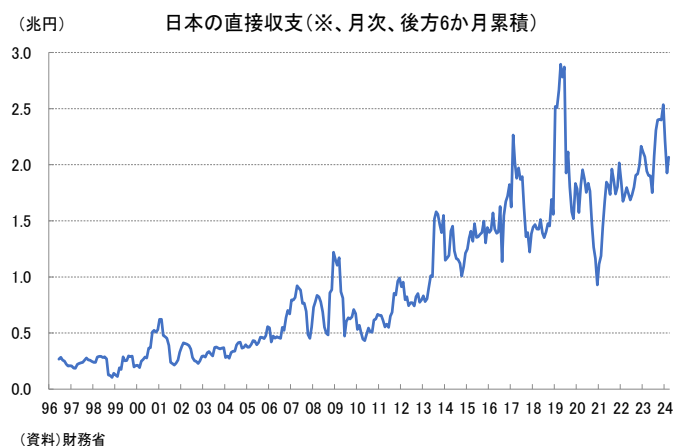
実とすれば、「製造業の国際競争力の弱さが円安の原因」という事実も浮かび上がる。ここではさしずめ BS 効果の巻き戻し、逆 BS 効果という言葉が想起される。

但し、「製造業の国際競争力の弱さ」というよりも「製造業の輸出拠点としての弱さ」という微妙な表現の違いを意識したいところだ。というのも、日本の製造業は儲かっていないわけではない。例えば東証プライム市場に上場する製造業の純利益は 2024 年 3 月期には過去最高益を記録している。日本の製造業を語る上での現実的な問題は「国際競争力の弱さ」というよりも「日本国内における輸出パワーの衰え」である。長引く円安相場について「製造業の輸出拠点としての弱さが円安の原因」と言われれば、比較的腑に落ちる向きは多いのではないかな。



生産性改善の果てが対外直接投資

歴史を振り返れば、日本の製造業の高い国際競争力は貿易黒字とこれに付随する慢性的な円高局面をもたらした。繰り返される「円高との戦い」を通じて生産性改善も重ねられてきたが、最終的に日本の製造業を選んだのは「もう日本国内では戦わない」という戦略だった。これは国際収支統計上、対外直接投資の増加、端的に海外生産移管の加速として現れた (図)。日本企業は「企業としての国際競争力を維持するために日本を脱出した」という道を選んだと理解しても良いだろう。かくして日本経済は

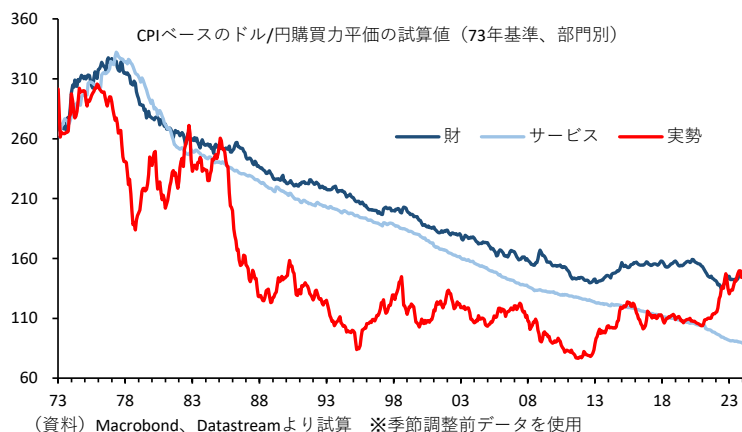


「製造業の輸出拠点としての弱さ」を構造的に抱えることになった。実勢相場が PPP から大きく円安方向に乖離したり、後述する財に限った PPP が円安シフトしたりしている状況は日本が「製造業の輸出拠点としての弱さ」に直面している状況を鮮明に映し出しているように思える。

財 PPP vs. サービス PPP

PPP を財とサービスに分けた場合、「財 PPP は円安、サービス PPP は円高」という構図がはっきりしている (図)。貿易可能な財の世界において、一物一価が徹底されるとしたら、もはや示唆されるのは円高ではなく円安なのである。ちなみに 2024 年 7 月時点に関し、財 PPP は CPI ベースで 149 円だ。通常の CPI や PPI から算出される PPP が実勢と大幅に乖離する中、CPI ベースで見た財 PPP がほぼ実勢に

近いことは興味深い。製造業が高い国際競争力を誇り、貿易黒字を積み上げてきた日本では PPP が常に円高方向を示唆する時代が続いてきた。しかし、図に示されるように、財 PPP に関して言えば 2012 年後半を境に円高傾向が止まり、むしろ緩やかな円安傾向が認められる。仮に「製造業の輸出拠点としての弱さが円安の原因」という説に立った場合、その萌芽が見られ始めたのが 2011～12 年頃だったと



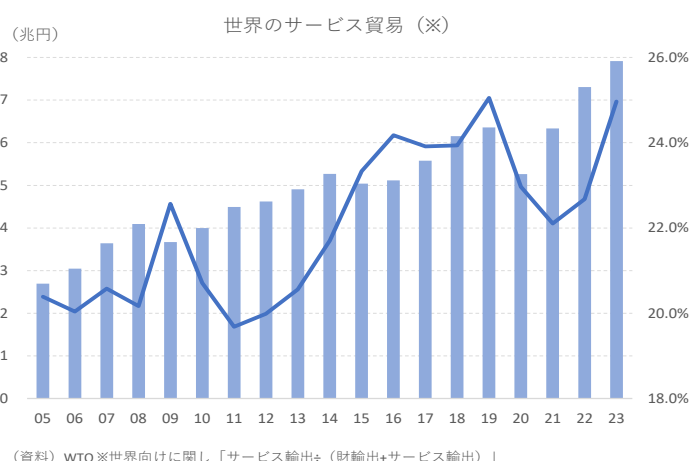
いう言い方にもなる。実際、前掲図に示すように、日本の対外直接投資が増え始めたのが 2011 年頃だった。度重なる円高や人口減、硬直的な雇用法制など多数の要因を背景として、その頃から製造業の海外生産移管が始まったと言われる。その背景事情に関しては紙幅の関係上、今回は割愛する。

いずれにせよ、そうして「輸出拠点としての弱さ」が定着した日本では低生産性ゆえに財の製造や輸出が割高な国となった。だからこそ、これを均すための円安が理論的（PPP 的）に正当化される状況が現れているとも読める。事実、その通りに実勢相場は円安になっているわけだが、それでも貿易赤字が解消されないのは、国内の輸出拠点が失われており、しかもそれを復元しようという動きが乏しいためだ。こうした事実に基づけば、政府・与党が対内直接投資の促進に熱を上げるのは必然の帰結である。

片や、サービス PPP は円高を示唆している。ここからは日本のサービス業の賃金が他国に比べて抑制され、国際競争力の観点から割安である状況が透ける。日本のサービス業の生産性が低いと言われて久しいが（その是非はここで議論しない）、賃金さえ抑制されていれば、割安感は維持される。だから、これを均すための円高が理論的（PPP 的）に正当化される状況にある。

「弱い円の正体」としての財 PPP

さしあたっての関心事はサービス PPP が示唆する円高が実現するのかどうかだ。結論から言えば、難しいはずである。財貿易とサービス貿易の最大の違いは「国際取引における裁定が働きにくい」という点にある。例えば NY よりも東京の床屋が安いからと言って、NY から東京の床屋に通う人間はいない。割高であろうと NY の床屋は高いまま放置され、日本の床屋も割安なままだ。こうした状況が想定すると、サービス業の賃金に関し、日米の格差（米国＞日本）が収斂に向かう可能性は高い



とは言えない。現状、世界貿易に占めるサービス貿易の存在感は増しており、2023 年には世界全体で 8 兆ドルに達している。これは世界の貿易取引全体の約 25% に相当し、明らかに上昇傾向にある（図）。これはデジタル貿易の拡大などを反映した動きである。後述するように、国際的なサービス取引に関して

はデジタル分野を中心に内外の賃金格差拡大が想定されるため、日本においてはサービス PPP が円高を示唆するという状況は今後も強まる可能性が高いように思える。

もちろん、少子高齢化に伴う人手不足もあって日本の名目賃金も上昇が見込まれることから、日米サービス業の賃金格差は従前よりは縮まり、その分、サービス PPP で示唆される円高圧力も抑制されてくる側面はあるだろう。だが、米国を逆転するには至るまい。確かに、サービス取引の国際化が隆盛を極めてくれば、労働移動を通じた裁定も今までよりは働きやすいかもしれない。筆者がこれまで「新時代の赤字」と呼んできたデジタル、コンサルティング、研究開発といった分野では今後もサービス貿易額が増えそう。必然、実体経済への影響力も大きくなろう。実際、日本でも IT 業界やコンサルティング業界などは外資系企業の相対的に高い賃金が話題になりやすい。それは昔からあった話だが、近年そして未来に向けて影響を拡大していく可能性はある。

とはいえ、サービス取引国際化の象徴としてデジタル関連収支を取り上げると、「小作人」と揶揄される側（日本）の賃金が「地主」と呼ばれる側（米国）のそれに接近する展開はやはり難しいように思える。少なくともデジタル貿易の中心にある ICT 産業に限って言えば、賃金格差は縮小するどころか、拡大する可能性すらある。コンサルティングや研究開発といったその他業界でも同様だろう。とすれば、サービス業の賃金格差から導出されるサービス PPP が円高傾向を正当化する状況はやはり残るのだろう。それは PPP 全体を円高方向に押し上げることになる。筆者は、近年におけるドル/円相場の円安傾向は財 PPP の示唆する方向感や水準感に寄り添った動きではないかと考えている。

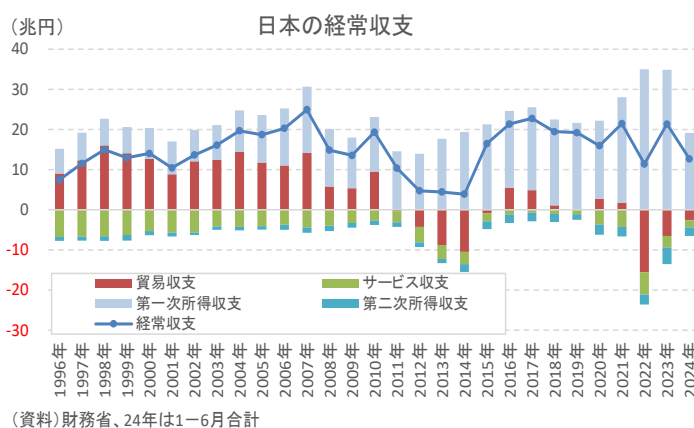
しかし、一般的に実勢相場と PPP を比較しようとした場合、サービス業も含めた PPP 全体を見るため、どうしても実勢相場との大きな乖離が可視化されてしまう。その乖離を見て「いずれ円高に戻る」と論じて、それは不毛な議論ではないかと思う。国際的な裁定を前提とした財 PPP における円安傾向こそ、「弱い円の正体」の一角をなしていると考えるべきではないか。

《円相場の需給環境について～改善した 2024 年上半期～》

経常収支黒字は過去最大が視野

日米金融政策の対照性が鮮明になっているにもかかわらず、本稿執筆時点のドル/円相場は 140 円台で安定している。もっとも、今後、半年程度に関して言えば、ドル/円相場が続伸するような地合いは想像が難しいと筆者は考えている。この点は最近の需給環境を見ても感じるところだ。8 月 8 日には財務省から 2024 年上半期の国際収支統計が発表されているので、需給環境の現状整理をしておきたい。

2024 年上半期に関し、ヘッドラインとなる経常収支は+12 兆 6817 億円の黒字だった。貿易サービス収支が▲4 兆 3628 億円の赤字となる一方、第一次所得収支黒字が+19 兆 1969 億円と半期としては過去最大の黒字を記録したことで経常収支黒字の大きさが確保されている。現行統計では最大の経常収支黒字である 2007 年の+24 兆 9490 億円を更新するペースだが、当時はこの半分（+14 兆 1873 億円）が貿易収支黒字であり（図）、



だからこそ实体经济を巻き込んだ円安バブルという言葉が多用されていた。

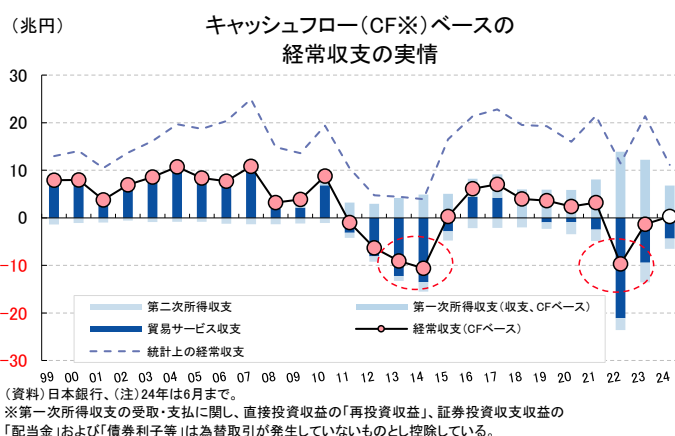
片や、全ての黒字を第一次所得収支で稼ぐ現在とはまったく事情が異なるため、仮に 2024 年の経常収支黒字が過去最大になったとしても、それは将来的な円高地合いを約束するものでは決してない。もっとも、後述するように、キャッシュフロー（CF）ベースで見た経常収支も明らかに改善傾向を辿っており、需給面で見た円相場の脆弱性は過去 2 年間で比較すればかなり修復されていると言って良いだろう。以下で CF ベース経常収支の現状を整理する。

半期の CF ベース経常収支はほぼ均衡

第一次所得収支黒字における円転率を調整した上で筆者が試算した CF ベース経常収支は 2024 年上半期で+2754 億円と若干の黒字となっている。ほぼ均衡と言って良いだろう。上述した通り、第一次所得収支黒字が統計上で+19 兆 1969 億円と巨額に膨らんでいるため、CF ベースでも応分の円買いが発生しており、筆者試算では約+6.8 兆円の円買いに繋がっていると推計される。片や、貿易サービス収支の赤字が約▲

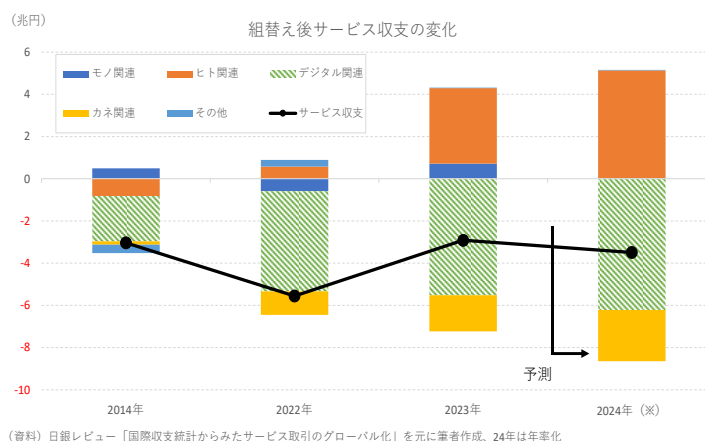
4.4 兆円であるため、全体として若干円買い優勢の仕上がりにつながっている。貿易サービス収支に関して言えば、貿易収支赤字が前年同期の約▲5.2 兆円から約▲2.6 兆円へ半減していることが大きいものの、懸案のサービス収支赤字も約▲2.1 兆円から約▲1.8 兆円へ若干改善している。デジタル赤字を基軸とするその他サービス収支は約▲3.3 兆円から約▲4.1 兆円へ拡大しているものの、旅行収支黒字が約+1.6 兆円から約+2.6 兆円へ黒字幅が 1 兆円も拡大しており（もっともこれは 2023 年 3 月まで水際対策が敷かれていた反動である）、結果としてサービス収支赤字の拡大が押さえられている。

2024 年上半期をまとめると、鉱物性燃料輸入の減少とインバウンド需要の拡大で需給環境の改善が図られた半期だったと言える。今後のドル/円相場に対する含意としては、こうした需給環境の改善に加えて FRB の利下げに応じた日米金利差の縮小も勘案する必要があるため、このまま 150 円台に復帰するという展開は難しいと筆者は考えている。



「新時代の赤字」は増加中

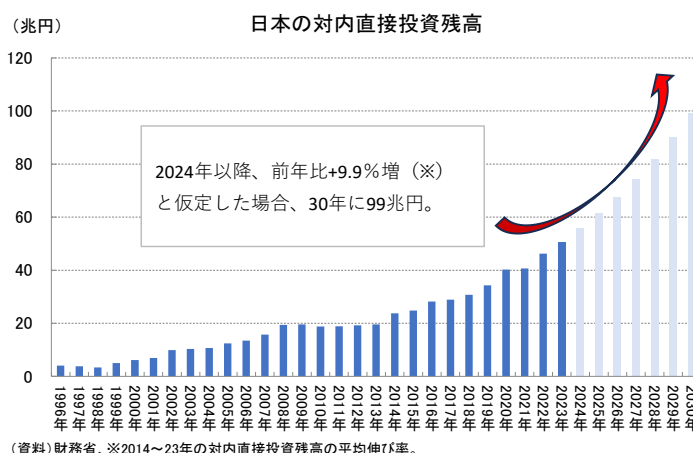
とはいえ、上述してきたように、筆者が「新時代の赤字」と形容するその他サービス収支の赤字が減少傾向にあるわけではなく、むしろ増加傾向にあることも付記しておきたい。日本のサービス収支をモノ・ヒト・デジタル・カネ・その他で切り分けた場合、このままいけばデジタル関連収支の赤字は史上初の▲6 兆円台に突入する。インバウンド需要を背景



にヒト関連収支も+5兆円に突入するため、全体としてデジタル関連収支赤字の増分は掻き消されそうだが、日本の置かれたデジタル小作人とも揶揄される立場は何ら変わっていないどころか、悪化している。これに加え、海外への再保険料支払いからなるカネ関連収支も初の▲2兆円を優に突破することが確実であり、サービス収支全体から得られる「肉体労働 vs. 頭脳労働」という図式は大きく変わりそうにない。しつこいようだが、ヘッドラインで話題になる経常収支の黒字額だけから得られる情報は限定的であり、それを深掘りすることでしか見えてこない日本経済の抱える構造的問題に目を向け、その一環としての「弱い円」の正体に目を向けるべきであろう。

「円安を活かすカード」としての企業買収

ちなみに、需給関連では8月19日、本邦小売最大手企業に対し、カナダのコンビニエンスストア大手企業が買収提案を持ちかけたということが大きく報じられた。本件に係る買収金額は実現すれば5兆円以上で海外企業による日本企業買収としては最大級とも報じられている。報道を受けたドル/円相場では円買い需要を期待する機運が一時的に高まり、円が買い進められる動きも見られた。今回の報道は、折しも「円安を活かすカード」としての対内直接投資が注目



を浴びている最中での出来事でもある。真相は当事者しか分かり得ないが、近年の大幅な円安傾向が事態の背景にある可能性も否めない。現状、政府・与党は2023年6月に示された「骨太の方針」で「2030年までに100兆円」を目標として掲げている(図)。2023年末時点の残高が約50兆円であることを思えば、1つの案件の規模が5兆円を超えるということがどれほど大きな話なのか分かるだろう。

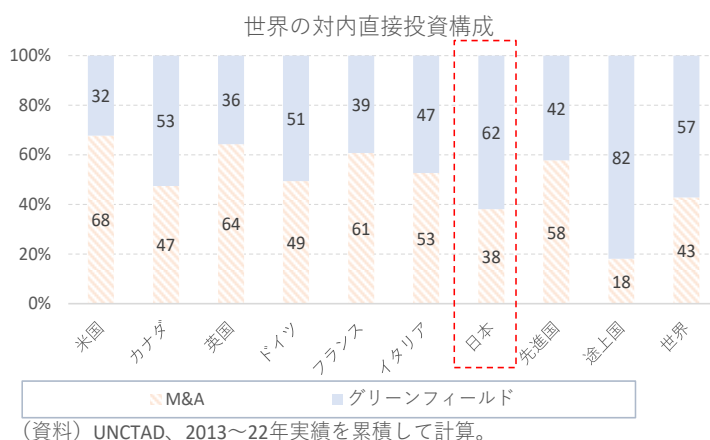
しばしば話題となる半導体工場のように、製造業が日本に工場を作り、労働者を雇い、生産活動を軌道に乗せるという意思決定では日本が背負う制約条件として人手不足はどうしても障害になる。しかし、「直接投資＝工場を作る」ではない。今回のように外資系企業からの買収を受け入れるケースでも対内直接投資残高は積み上がる。他にもない日本企業が2011年頃から世界に向けてやってきたことだ。

対内直接投資の残高(が小さいこと)に関しては近年、注目が集まっているものの、その実施形態に着目した議論は少ない。もちろん、議論に値するほどの残高がなかったという考え方もあるが、それにしても実施形態には偏りがある。対内直接投資の実施形態には、企業が海外直接投資を行う際、新たに投資先国で企業を設立するか、投資先国の既存企業を買収するかという2つの形態がある。前者は新規投資(グリーンフィールド投資)、後者はクロスボーダーM&Aと呼ばれ、今回のような案件に相当する。クロスボーダーM&Aはグリーンフィールド投資に対してブラウンフィールド投資と呼ばれることもある。グリーンフィールド投資の場合、土地取得や現地労働者の雇用に加え、部材調達や販売網の開拓など、事業立ち上げに伴うコストが大きくなることで知られる。

片や、クロスボーダーM&Aではこうした時間的・金銭的成本は大幅に軽減される。外資系企業が日本に進出するにあたって、労働力と英語力という「2つの不足」が「壁」になりやすいと言われるが、最

初から労働者が揃っている日本企業を買収した場合、英語力はともかく人手不足や販路開拓の問題は回避できるメリットもありそうだ。英語力に関しても、それを含めた上での買収先検討という線はある。

しかし、日本への対内直接投資はクロスボーダーM&A が少ないことで知られる。裏を返せば、そこが伸びてくれば、上述したような「2つの不足」に対して有効なアプローチになる可能性は十分考えられ、政府目標にとっても重要な論点となる。図に示されるように、世界の対外直接投資動向を見る限り、先進国ではクロスボーダーM&A が主流という印象は強い。対照的に、途上国ではグリーンフィールド投資が主流である。しかし、日本への対



内直接投資について内訳を見ると、グリーンフィールド投資と M&A の比率が「6割強：4割弱」で、先進国全体の傾向（4割強：6割弱）とは齟齬がある。途上国全体の傾向（8割強：2割弱）よりは M&A 比率が高いものの、世界全体の傾向（6割弱：4割強）よりそれは低い。さしずめ日本への対内直接投資形態を表現するならば「途上国と先進国の間」のようなイメージが抱かれる。

グリーンフィールド投資に依存しない対内直接投資戦略

なぜ、日本の対内直接投資形態がこうした実情になってきたのか。M&A の意義・効果について理解が進んでいないという側面もあるのかもしれないが、それ以前に「外国資本による買収や再編」についてアレルギー的な反応を抱く経営者が多いという見方は根強い。真因を突き止めるのは難しいものの、「先進国の中ではクロスボーダーM&A が目立って少ない」といふ事実は否めず、それが「名目 GDP 比で北朝鮮以下」とも揶揄される惨状に繋がっている面はある。

「2030 年までに 100 兆円」という決して低くはない政府目標を実現するには、これまでとは異なるアプローチが求められてくるのは間違いない。上述の議論を踏まえれば、「グリーンフィールド投資だけではなくクロスボーダーM&A の活用も」という視点は求められてくるはずである。だが、政府の対日直接投資推進会議が 2023 年 4 月 26 日に公表した 23 ページにも及ぶ「海外からの人材・資金を呼び込むためのアクションプラン」には M&A というフレーズは 2 回しか出てこない。それも「対日 M&A および外国企業との協業事例における経営改善・改革に関する効果を分析し、その結果の普及等を行う」や「海外企業との協業・連携、対日 M&A の活用に不慣れな地域企業に対して、普及啓発や士業等専門家による助言、メンタリング支援など、国内での協業・連携支援を強化する」といった漠然とした記述に登場するだけで、具体的な政策対応は良く分からない。

なお、政府の対日直接投資推進会議では進捗をチェックするために「対日 M&A や協業の成功事例の普及」が挙げられているが、そこでは「対日 M&A や外国企業との協業事例における経営改善・改革に関する効果を分析した結果に関し、HP やセミナー開催を通じてその普及に努める」との方針が掲げられるにとどまっている。とはいえ、「成功事例の普及」を評価すると言っても現実的にはセミナーの実施回数くらいしか尺度はなく、この取り組みを通じて外資系企業が日本へ関心を持つ事例がどの程度出てきて

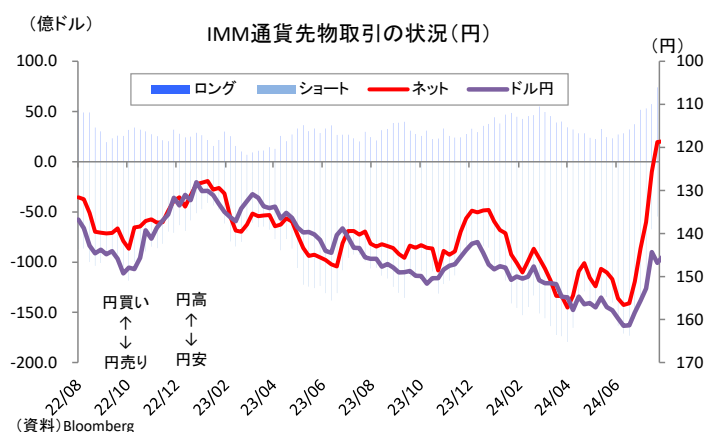
いるのかは本稿執筆時点では判断しかねる。

買い手から見た場合、クロスボーダーM&Aは成功すれば大幅な時間的・金銭的節約が可能になる妙手である。同時に、それに付いて回る経営統合絡みの各種障壁や買収企業選定にかかる時間的・金銭的コストが大きいのも事実だ。国全体で同質性を好む日本でクロスボーダーM&Aは根本的に馴染まないという諦観もある中、こういった政策対応で側面支援するのか。「グリーンフィールド投資に依存しない対内直接投資戦略」は100兆円目標達成に求められる視点である。

《メインシナリオへのリスク点検～円ロングは増え続けるのか？～》

3年5か月ぶりのネット円ロング

8月初頭から注目を集めた円キャリー取引の動向だが、この代理変数として注視されるIMM通貨先物取引の状況に目をやると、円のネットポジションが8月13日時点で3年5か月ぶりにロングに転じ、同20日時点ではさらにその動きが加速している。8月初頭に141円台まで急落したドル/円相場はその後持ち直し、8月13日前後は147円付近、20日前後は145～146円付近で推移していた。もちろん、IMMポジションの動きは投機



筋の動きを完全に捕捉するわけではないが、「投機的なポジションがネットロングに転じた割に円高は進んでいなかった」という印象はある（図）。いずれにせよ、巻き戻しが始まってから降って湧いたように注目されるようになった円キャリー取引の残高は、幅を持って見る必要があるものの、一応の巻き戻しが完了しており、それどころか新たにポジションを積み増す状況にある。本稿執筆時点ではグロスで見た場合の円ロングポジションが76.38億ドルと約3年半ぶりの規模に積み上がっている。円ロング（・ドルショート）というコストのかかるポジションが今後どこまで積み上げられ、維持可能なのか。金利および需給のファンダメンタルズに照らせば、その持続力は決して強くは無いように思える。

円ショート巻き戻し≠円ロング構築

まず、金利に関して言えば、8月は米雇用統計に関し、過去の遡及改定も含めた大幅な悪化が争点化された。結果、9月FOMCでの大幅利下げ並びに年内の利下げ織り込みが拡大している。こうした状況を踏まえれば、日米金利差縮小を当て込んで円ショートが巻き戻される展開は当然である。しかし、「円ショートが巻き戻されること」と「円ロングが新たに構築されること」は根本的に同じではない。前者は敵失、端的には米金利低下によって促される部分が多いが、後者は積極的な円買い材料が必要になる。この点、金利面に限って言えば、足許では日銀の追加利上げの可能性がほぼ断たれており、積極的な円買い材料があるとは言えない。また、需給面に照らせば、象徴的には貿易収支が年初7か月間で約▲3.9兆円（通年ペースで▲7.8兆円）という赤字の状況にある。赤字額としては過去5位以内に入るほど大きなものである。「売られ過ぎ」という理由で円ショートの巻き戻しが先行し円高が進むことは理解できても、新たに円ロング構築がトレンドになっていくには説得的な材料に欠ける。

投機的な円ロングが積み上げられるリスクは

こうした状況を覆し、投機的にも円ロングが積み上げられ続ける局面が到来するとしたらどのような展開が考えられるか。強いて言えば、①日銀の利上げ路線継続、②通貨・金融政策にタカ派的な新政権の誕生、③貿易収支赤字の急縮小などが挙げられるだろうか。③は俄かに期待できるような話ではないが、今後、原油価格が大幅に切り下がるような展開になれば、そのストーリーが争点化する可能性はある。

現実的に警戒されるのはやはり①、そしてこれに付随する②の論点だろう。①に関して言えば、最新の公表文に従って政策運営を執行する場合、10月時点で展望レポート通りの経済・金融情勢が実現していれば、追加利上げは想定するのが筋である。もちろん、内田副総裁が述べたように、金融市場が不安定化している時にはその限りではないが、裏を返せば、その時点で内外金融市場のボラティリティが抑制されていれば、利上げを止める理由は無い。植田総裁も8月23日に行われた衆議院・財政金融委員会（国会閉会中審査）において「経済・物価の見通し実現すれば、引き続き金利上げる」と明言しているし、7月の利上げについても適切であった旨を強調している。こうした日銀の挙動自体は立派な円ロング構築の理由になり得る。だが、日銀が自信を持って利上げ路線を継続するには②も同時に実現される必要がある。巷説が予見する通り、日銀が利上げ路線に復帰するためには経済・金融情勢だけではなく、政治情勢も極めて決定的な要因になると考えて差し支えあるまい。コンセンサスに反した7月会合の利上げが政治的催促に応じたものだという確証があるわけではないが、会合直前に散見されていた政府・与党高官からの発言を踏まえる限り、その可能性を前提にするのが自然だろう。

だとすれば、9月12日に告示され同27日に投開票を迎える総裁選の行方が②はもちろん、①も左右することになる。日本の経済・金融情勢を必ずしもよく分かっていない投機筋、とりわけ海外の市場参加者などにおいては、通貨・金融政策にタカ派的な新政権の誕生というのは非常に使い勝手の良い材料になる。折りしも日銀の政策運営が政治的思惑に依存しやすいという雰囲気が醸成されている現状だけに、尚の事、今回の総裁選は円相場の波乱材料になりかねない。8月初頭の市場混乱が記憶に新しい中、基本的に各総裁候補は「踏み込んだ言及を避ける」という安全第一の対応を心がけるだろうが、強いて円高リスクを考えるとすれば、考慮すべき論点である。

◆ ユーロ相場の見通し～解消される人手不足、下がり始めた賃金～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望について～やはり下がり始めた賃金～》

議事要旨と妥結賃金

8月はECB政策理事会の開催がなかったものの、7月会合（7月18日開催分）の議事要旨のほか、今後の政策運営を占う上で重要になる4～6月期域内妥結賃金が公表されている。結論から言えば、これらは今後のECBの利下げ軌道を確認させるような内容だったと言えるが、米国の経済・金融情勢で弱さが見られ始め、これに伴い米金利も低下する中、ユーロ相場が大きく崩れるような展開には至っていない。

まず前者の議事要旨に関し、7月会合は依然高止まりする域内の物価上昇圧力についてWPP（Wages：賃金、Profits：利益、Productivity：生産性）とのキーフレーズが登場した会合だった。その中でも、とりわけ市場で関心の高いW（賃金）についてラガルドECB総裁は「正直言って、我々が見ている全てのデータに基づけば、2025～26年の方向は下向き」、「私たちの想定を裏付ける証拠が多過ぎる」とまで言い切ったことが注目された。会見時点では「我々が見ている全てのデータ」についてさほど説明が無かったものの、議事要旨にはECBの企業電話調査（CTS）や企業金融アクセス調査（SAFE）からの回答は2025年における大幅な賃金低下（materially lower wage growth）を示唆していること、ECBが四半期に一度行う予測専門家調査（SPF）でも2025年の賃金大幅減速が予測されていることが紹介されている。

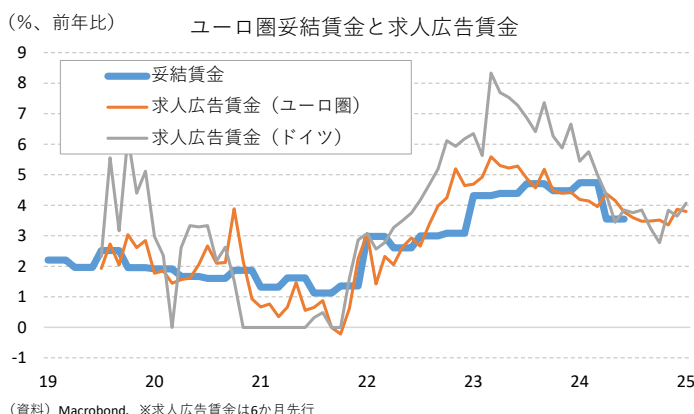
また、会見でも言及が見られたように、会合時点では再加速が見られていた妥結賃金やその先行指標となる求人広告から得られる賃金トラッカーはドイツの卸売、小売、化学、建設といったセクターで契約期間が長めの契約が成立した影響だと説明されている。具体的には、これまでのインフレで失われた購買力を補完する動きであり、持続性があるものではないとの分析が議事要旨でも確認されている。

目論見通り下がる妥結賃金

そうしたECBの目論見通り、域内の賃金インフレは終息に向かっている。8月22日にECBが発表したユーロ圏4～6月期妥結賃金は前年同期比+3.55%と2四半期ぶりに伸びが鈍化している。市場予想以上の大幅加速となった前期の+4.74%からの鈍化であり、今後のユーロ圏消費者物価指数（HICP）に低下圧力がかかることは必至である。上述の議事要旨ではチーフエコノミストであるレーンECB理事が9月の会合

時点ではGDP、1人当たり雇用者報酬、企業の利益率、生産性、2回分のHICP、金融指標、経済活動と消費者信頼感に関するよりタイムリーなソフトデータが入手可能になるため、7月は現状維持とし9月に判断を持ち越した経緯が示されている。議事要旨内で賃金の「重要な原動力（an important driver）」と表現される妥結賃金が大幅減速したことで、9月利下げはほぼ既定路線化したと言える。

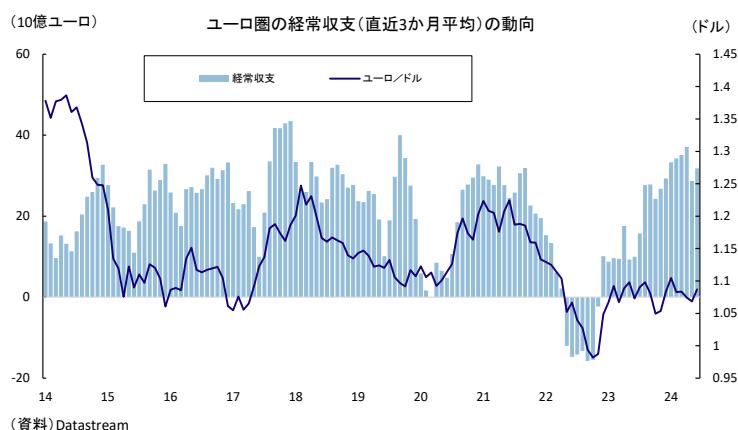
しかし、同時に、求人広告賃金が示唆する今後の妥結賃金のイメージは「2024年末から2025年初頭にかけて底打ち」である。これに応じてECBがどのような判断を下すのか現時点ではこれといった情報発信が見られていない。妥結賃金が+3～+4%で推移する限りにおいてHICPが+2%近傍で安定し、企業



の利益率や生産性次第ではさらなる下押し圧力も想定されるのだとしたら、もちろん **2025 年中の利下げ** 継続も予想可能ではある。とはいえ、多くの市場参加者が期待する「四半期に 1 度」という利下げペースが維持できるかどうかは疑問符も付く。2025 年の利下げペースは 3 回程度で予測しておきたい。

需給面に照らせばユーロ上昇が妥当

上述したように、今後の ECB について断続的な利下げを前提とした局面が続くと考えたとしても、FRB も似たような政策運営が続く可能性が高い。だとすれば、欧米金利差は膠着し、ユーロ相場が ECB の利下げに応じて一方的な下落を強いられるような状況も想像しづらい。さらに言えば、需給面に照らすと、ユーロ相場の堅調を支えているのが金利面の議論だけではないことに気づく。図示されるように、

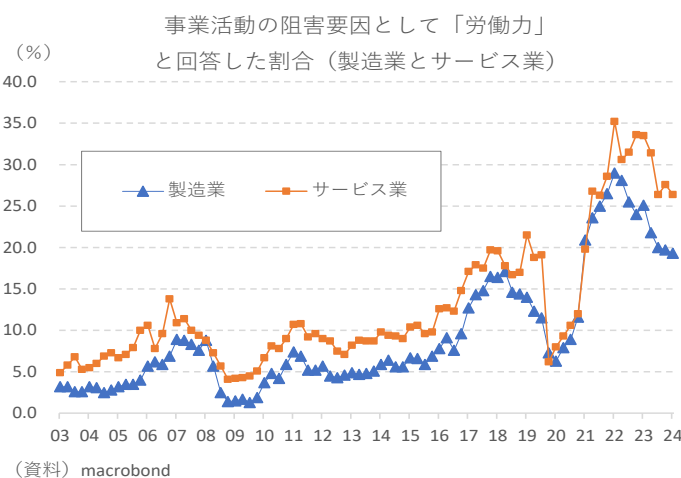


ユーロ圏では貿易黒字を中心として経常黒字が積み上がり続けており、これがユーロ相場を支えている面もありそうだ。むしろ、過去 1 年間のユーロ相場は経常黒字の蓄積がハイペースで進んでいるにも拘わらず、上値が抑制されてきたような印象すらある(図)。実際、7 月以降を振り返っても、米国の経済・金融情勢に関しネガティブな報道が多くなる中で米金利低下を通じてユーロ相場が押し上げられてきた。ユーロ圏経済も利下げを要する低空飛行だが、既に最悪期を脱した感もあるため、目先に限って言えば失速が始まったばかりの米国と対比されやすいかもしれない。かかる状況下、為替市場では、むしろ米金利低下を理由としてユーロ買いが誘発されやすい時間帯すら想定される。

《ユーロ圏経済の現状と展望～人手不足から需要不足～》

欧州の人手不足は収束中

日米の経済・金融情勢に注目が集まる一方、欧州のそれに対しては比較的話題が集まりにくい。既に利下げ局面に突入している ECB が二の矢、三の矢を放つことができるのかという論点も等しく重要である。この点、上述したように、9 月以降の追加利下げはほぼ既定路線という状況にあるが、これは域内のミクロデータからも確認可能である。欧州委員会が四半期に 1 度公表する『European Business Cycle Indicators』は域内の雇用・賃金情勢、ひいては一般物価の状況を推し量る

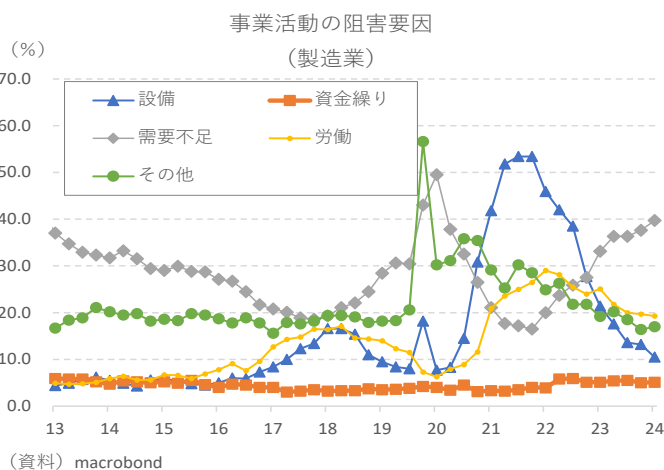


上で参考になる。この調査では域内企業の業況に関して定量的・定性的なデータチェックを行っている。その中で「事業活動の阻害要因 (s limiting factor) は何か」を尋ねる調査があり、筆者は域内経済の実

情を把握する計数として参考にしてている。最新の 2024 年 4～6 月期調査（2024 年 7 月発表）によると、製造業で約 20%、サービス業で約 25%が「労働力不足（labor shortages）」と回答している。この回答割合自体、歴史的に見ればまだ高いが、ピーク時からの改善傾向は鮮明である。

人手不足から需要不足へ

一方、代わりに阻害要因として急上昇しているのは「需要不足」であり、これは製造業もサービス業も同じ傾向が見られる。右図は製造業に関する阻害要因の推移だが、ちょうどこの 1 年程度で「人手不足」から「需要不足」へ問題意識が切り替わっている。利上げ効果が浸透し、実体経済における消費・投資意欲が減退し始めたと読むべきだろう。もっとも、「資金繰り」の回答割合は概ね横ばいであることから、域内金利の上昇が事業活動を抑制するには至っていないとも言える。いずれにせよ、長らく域内企業を苦しめてきた「人手不足」問題に薄日が差し込み始めているのは間違いない。実体経済の減速に伴って雇用市場の逼迫が緩和していることを示唆しているのだろう。特に雇用・賃金にまつわる計数は景気に遅行するため、上述したような企業サーベイなどから足許の状況を把握しておくことが有用である。



ECB と FRB は同時期に利下げが始まるため、欧米金利差も膠着が続き、ユーロ/ドル相場も膠着が続くというのが筆者のこれまでの見立てであった。こうした見方は 9 月以降、まだ有効と言えそうな雰囲気は強い。日々確認される基礎的経済指標では米国もユーロ圏も芳しくない状況が続いており、はっきりとした優劣がつけづらい印象がある。上述したように、年明け以降のユーロ圏賃金情勢がボトムアウトしそうであることを踏まえれば、ECB の利下げ局面があと 1 年未満で途切れる可能性もある。しかし、依然として堅調な経済指標が目立つ米国を踏まえれば、FRB の利下げ局面も類似の状況にある。経済・金融情勢の限界的な変化について殆ど差がつかないことから、予測期間中のユーロ/ドル相場は方向感に乏しい展開を予想しておきたい。

金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。